

Ekuitas: Jurnal Ekonomi dan Keuangan  
Akreditasi No. 80/DIKTI/Kep/2012

ISSN 1411 - 0393

## STRUKTUR MODAL OPTIMAL DAN KECEPATAN PENYESUAIAN: STUDI EMPIRIS DI BURSA EFEK INDONESIA

Firda Nosita

*firda.nosita@gmail.com*

STIE Pancasetia Banjarmasin

### ABSTRACT

*The research investigate whether non-financial firms listed on the Indonesian Stock Exchange made capital structure adjustment towards optimal capital structure and the determinants of adjustment speed in context of trade-off theory for 2009-2014 period. Existence of tax benefit that generates by debt interest payment causing firms arranged their capital structure in order to maximize debt utilizing. Debt utilizing would be make default problem and bankruptcy if it excess firm's capacity that determine by some firm's characteristic. Because of optimal capital structure unobservable, so they will be estimate by using some variable which are influencing in capital structure arrangement such tangibility, profitability, size and growth opportunities. The results indicate that non-financial firms in Indonesia follows dynamic trade-off theory with make capital structure adjustment towards optimal capital structure but still underleveraged and need 2,45 years to adjust their capital structure. Distance between actual capital structure and optimal capital structure and financial surplus/deficit are influenced speed of adjustments, while current liabilities is not influenced speed of adjustment. Thus, the practical implication is the companies must be consider and compare their actual capital structure and their optimal capital structure in order to get the benefit from the adjustment by not adding the possibility of bankruptcy due to these adjustment. Capital structure decision also related with various external policy, for instance, accesability to external funding such as creditors, investor and government which influence their adjustment. This research has some limitation, proxies are used in determining the target leverage was only four variables and this study did not addres macroeconomic variables that may affect the adjustment and adjustment speed.*

*Key words: optimal capital structure, dynamic trade-off theory, speed of adjustment, determinants of capital structure.*

### ABSTRAK

Penelitian ini menguji apakah perusahaan non-keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) melakukan penyesuaian struktur modal menuju struktur modal optimal dan faktor yang mempengaruhi kecepatan penyesuaian pada konteks *trade-off theory* pada periode tahun 2009-2014. Adanya keuntungan pajak yang dihasilkan oleh pembayaran bunga menyebabkan perusahaan menyusun struktur modal dengan memaksimalkan penggunaan hutang agar mendapatkan manfaat pajak. Penggunaan hutang akan memunculkan masalah *default* dan kebangkrutan jika melebihi kapasitas perusahaan yang ditentukan oleh beberapa karakteristik perusahaan, oleh karena struktur modal optimal tidak dapat diobservasi, maka akan diestimasi dengan menggunakan beberapa variabel yang mempengaruhi penyusunan struktur modal yaitu *tangibility*, *profitability*, *size* dan *growth opportunities*. Hasil penelitian ini menunjukkan perusahaan non-keuangan di Indonesia mengikuti *dynamic trade-off theory* tetapi masih *underleveraged* dan memerlukan waktu 2,45 tahun untuk melakukan penyesuaian struktur modalnya. Jarak antara struktur modal dengan struktur modal optimal (*distance*) serta *financial surplus/deficit* mempengaruhi kecepatan penyesuaian, sedangkan *current liabilities* tidak mempengaruhi kecepatan penyesuaian, sehingga implikasi praktisnya adalah perusahaan harus memperhatikan dan membandingkan struktur modal aktual dengan struktur modal optimal agar mendapatkan manfaat dari penyesuaian struktur modal dengan tidak menambah kemungkinan kebangkrutan akibat penyesuaian tersebut. Keputusan struktur modal juga berhubungan dengan berbagai kebijakan pihak eksternal perusahaan yang turut berpengaruh terhadap kemudahan akses dana eksternal seperti pihak kreditur, investor dan pemerintah sehingga mempengaruhi kecepatan

penyesuaian struktur modal. Penelitian ini memiliki keterbatasan karena hanya memasukan empat variabel determinan struktur modal optimal dan tidak memasukkan variabel-variabel makro yang mungkin dapat mempengaruhi kecepatan penyesuaian struktur modal.

Kata kunci: struktur modal optimal, *dynamic trade-off theory*, kecepatan penyesuaian, determinan struktur modal.

## PENDAHULUAN

Modal sangat penting bagi perusahaan untuk beroperasi dan juga mengembangkan operasinya. Penggunaan masing-masing sumber modal membutuhkan biaya, sehingga perusahaan harus menentukan sumber modal yang meminimalkan biaya dan menentukan struktur modal yang digunakan. Struktur modal perusahaan merupakan campuran tertentu dari hutang jangka panjang dan ekuitas yang digunakan perusahaan untuk membiayai operasinya (Abor, 2005 dalam Abor, 2007). Tujuan utama perusahaan adalah memaksimalkan kemakmuran pemilik. Kemakmuran pemilik akan tercermin dari peningkatan nilai perusahaan yang bergantung pada arus kas bebas (*Free Cash Flows / FCF*) dan biaya modal rata-rata tertimbang (*Weighted Average Cost of Capital / WACC*). Manajemen dituntut untuk memaksimalkan *FCF* dan meminimalkan *WACC* agar dapat memaksimalkan nilai perusahaan. *Free Cash Flows* dapat ditingkatkan dengan berbagai cara seperti meningkatkan penjualan, meminimalkan biaya operasi dan pajak serta menyusun rencana investasi yang tepat, sedangkan *Weighted Average Cost of Capital (WACC)* dapat diminimalkan dengan menyusun keputusan pendanaan yang tepat. Keputusan pendanaan berkaitan dengan pemilihan sumber dana, dengan menyusun campuran modal yang tepat antara hutang dan ekuitas perusahaan dapat meminimalkan biaya modal sehingga akan meningkatkan nilai perusahaan.

Struktur modal perusahaan menentukan rata-rata biaya modal tertimbang atau *Weighted Average Cost of Capital (WACC)*, *WACC* adalah tingkat minimum *return* yang dibutuhkan dalam investasi perusahaan dan digunakan sebagai *discount rate* dalam menghitung nilai perusahaan. Dengan pendekatan

an *trade-off theory*, perusahaan memilih struktur modal optimal yang meminimalkan biaya modal dan sekaligus memaksimalkan nilai perusahaan dengan mempertimbangkan risiko kebangkrutan dan pajak korporasi (De Haas dan Peeters, 2004). Semakin tinggi rasio hutang, semakin rendah biaya modalnya, tetapi hal ini akan menyebabkan semakin tingginya risiko kebangkrutan.

Beberapa penelitian di Amerika dan Eropa menunjukkan bahwa faktor yang mendorong keputusan struktur modal perusahaan adalah keinginan untuk mencapai dan mempertahankan fleksibilitas finansial (Gamba dan Triantis, 2008). *Dynamic trade-off theory* menyatakan bahwa perusahaan secara berangsur-angsur melakukan penyesuaian dari waktu ke waktu menuju struktur modal optimalnya. Jika biaya penyesuaian adalah nol, perusahaan tidak akan terdorong untuk menyimpang dari struktur modal optimalnya dan penyesuaian akan dilakukan dengan seketika, akan tetapi, karena ketidak sempurnaan pasar seperti asimetri informasi dan biaya pendanaan, perusahaan mungkin akan menyimpang dari struktur modal optimalnya (Elliot *et al.*, 2008). Biaya untuk menyeimbangkan *leverage* akan mempengaruhi kecepatan penyesuaian struktur modal perusahaan. Rasio *leverage* aktual dan yang diinginkan mungkin tidak sama pada beberapa waktu karena adanya gangguan pasar. Pergeseran pasar, seperti biaya transaksi yang menghalangi perusahaan melakukan penyesuaian struktur modal aktualnya ke tingkat optimal dengan segera yang pada akhirnya akan mempengaruhi cepat atau lambannya proses penyesuaian struktur modalnya.

Beberapa penelitian membuktikan *dynamic trade-off theory* (Fuady, 2014) dalam keputusan struktur modal perusahaan.

Fama dan French memperkirakan bahwa perusahaan melakukan penyesuaian struktur modalnya sebesar 7-18% tiap tahun, sedangkan Roberts (2002 dalam Flannery dan Hankins, 2007) menemukan kecepatan penyesuaian struktur modal mencapai 100% pada beberapa industry, sedangkan penelitian Flannery dan Hankins (2007) menemukan bahwa perusahaan menyesuaikan struktur modal kearah struktur modal optimalnya rata-rata kurang lebih 22% tiap tahunnya dan biaya serta manfaat penyesuaian struktur modal mempengaruhi kecepatan penyesuaian, meliputi *financial constraint*, biaya pendanaan eksternal, biaya kesulitan keuangan dan manfaat pajak.

Penelitian Reinhard dan Li (2010) juga membuktikan bahwa perusahaan-perusahaan di Indonesia juga mengikuti dynamic trade-off theory dalam keputusan struktur modalnya. Hal ini tentu saja fenomena baru setelah beberapa penelitian membuktikan bahwa perusahaan-perusahaan di Indonesia menetapkan keputusan struktur modalnya sesuai dengan *pecking order theory* dimana ketika perusahaan membutuhkan modal, mereka akan mencari terlebih dahulu dalam perusahaan, yaitu laba ditahan, kemudian menggunakan dana eksternal dengan biaya paling murah, yaitu hutang dan diikuti penerbitan saham.

Penelitian ini menguji *dynamic trade-off theory* pada perusahaan-perusahaan non-keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dengan menilai apakah perusahaan melakukan *adjustment* terhadap struktur modalnya untuk memperoleh keuntungan pajak serta menghindari potensi kebangkrutan. Beberapa studi empiris tentang Trade-off Theory di Indonesia masih menggunakan metode *Static Trade-Off Theory* dalam menganalisis perilaku pendanaan (Fuady, 2014). Penelitian ini berbeda dengan penelitian lain karena menjelaskan tingkat penyesuaian struktur modal serta pengaruh faktor *tangibility*, *size*, *profitability* dan *growth* terhadap tingkat *leverage* optimal dan sekaligus menguji pengaruh jarak antara struktur modal aktual dengan struktur modal optimal, sur-

plus/defisit keuangan dan *current liabilities* terhadap kecepatan penyesuaian struktur modal.

## LANDASAN TEORETIS

### Penyesuaian Struktur Modal

Adanya kebijakan perpajakan yang berbeda terhadap unsur biaya pendanaan (*cost of fund*) atas bunga pinjaman diperlakukan sebagai *deductible expenses* sedangkan dividen sebagai *cost of equity* tidak diperkenankan sebagai pengurang pendapatan (*non deductible expenses*). Secara teoritis, akibat perbedaan perlakuan tersebut terdapat kecenderungan perusahaan untuk memperbesar pinjaman dibanding menggunakan dana internal sendiri agar beban pajak berkurang. Disisi lain, jika perusahaan tidak dengan hati-hati menerbitkan dan menggunakan hutang, maka akan membawa kesulitan akibat adanya beban pokok dan bunga hutang tersebut.

*Financial Leverage* atau *leverage* keuangan adalah tingkat dimana sekuritas dengan pendapatan tetap (hutang dan saham preferen) digunakan oleh perusahaan dalam struktur modalnya (Brigham dan Ehrhardt, 2005). Jadi, leverage keuangan adalah seberapa besar tingkat hutang atau saham preferen digunakan oleh perusahaan dalam mendanai kegiatan operasi maupun investasinya. Sekuritas dengan pendapatan tetap bagi investor merupakan beban tetap bagi perusahaan. Tingkat leverage ini seringkali dikaitkan dengan risiko keuangan. Risiko keuangan adalah risiko tambahan yang harus ditanggung oleh pemegang saham sebagai hasil dari keputusan penggunaan hutang oleh perusahaan (Brigham dan Ehrhardt, 2005).

Perusahaan yang mempunyai hutang akan terbebani dengan kewajiban untuk membayar pokok maupun bunga hutang nya. Penggunaan hutang mengurangi laba sebelum pajak, karena beban bunga menjadi salah satu pengurang dalam pendapatan meskipun pada akhirnya mengurangi beban pajak yang harus dibayarkan perusahaan kepada pemerintah.

Penggunaan hutang juga mengakibatkan laba yang diperoleh perusahaan lebih bervolatilitas. Selain itu, tingkat *leverage* akan memaksa perusahaan untuk memastikan pendapatannya dapat memenuhi kewajibannya. Tingkat *leverage* memaksa manajer untuk memperhatikan risiko bisnis yang dihadapi oleh pemegang saham biasa karena kreditur (dan/atau pemegang saham preferen) tidak menghadapi risiko bisnis seperti yang dihadapi oleh pemegang saham biasa. Kewajiban perusahaan baik pokok maupun bunga hutangnya harus dipenuhi terlepas dari bagaimanapun kondisi ekonomi dan kondisi bisnisnya. Jika perusahaan tidak mampu membayar, maka perusahaan akan menghadapi kebangkrutan yang akan merugikan pemegang saham, oleh karena itu, pemegang saham meminta imbal hasil lebih tinggi untuk perusahaan yang menggunakan hutang lebih tinggi yang berarti meningkatkan *Return On Equity (ROE)*.

Kebangkrutan menyebabkan perusahaan menanggung berbagai biaya seperti biaya hukum, biaya akuntansi, biaya kehilangan konsumen, biaya kehilangan supplier serta investor dan biaya lainnya. Ketika risiko kebangkrutan meningkat, konsumen mungkin akan berpindah ke perusahaan lain dan ini akan mengurangi penjualan yang akhirnya mengurangi *Free Cash Flows* yang akan berdampak pada nilai perusahaan. *Trade-Off Theory* menyatakan bahwa nilai perusahaan yang mempunyai *leverage* adalah sama dengan nilai perusahaan yang tidak mempunyai *leverage* ditambah nilai dari efek samping penggunaan *leverage* tersebut (Brigham dan Ehrhardt, 2005).

Menurut *trade-off theory* (De Haas dan Peeters, 2004) perusahaan mengoptimalkan struktur modalnya karena adanya *trade-off* yang mereka hadapi antara keuntungan dan kerugian dari penggunaan hutang pada nilai perusahaan. Disatu sisi, meningkatkan *leverage* dengan menerbitkan lebih banyak hutang berarti perusahaan mendapatkan keuntungan dari pengurangan pajak atas beban bunga, yang akan meningkatkan nilai perusahaan (Modigliani dan Miller dalam

De Haas dan Peeters, 2004). Disisi lain, *leverage* yang tinggi akan meningkatkan biaya langsung dan tidak langsung *financial distress* dan menurunkan nilai perusahaan. Biaya langsung meliputi biaya hukum dan administratif dari likuidasi atau reorganisasi, sedangkan biaya tidak langsung meliputi ketidakmampuan menjalankan bisnis dan biaya keagenan yang berhubungan dengan risiko kebangkrutan yang tinggi, yaitu insentif bagi pemegang saham karena memilih proyek yang berisiko (Ross *et al.* dalam De Haas dan Peeters, 2004). Selain itu, pendanaan dengan hutang juga dapat meningkatkan kinerja perusahaan dengan mengurangi konflik antara pemegang saham dengan manajer mengenai *free cash flow*, strategi investasi optimal dan jumlah risiko yang dihadapi.

Selain alasan *trade-off* antara manfaat dan beban atas penggunaan hutang tersebut, Gamba dan Triantis (2008) juga menyimpulkan bahwa perusahaan menetapkan kebijakan hutang dengan tujuan untuk mempertahankan fleksibilitas finansialnya. Fleksibilitas finansial menunjukkan kemampuan perusahaan untuk mengakses dan mengatur kembali pendanaan mereka pada biaya yang murah. Perusahaan yang keuangannya fleksibel mampu menghindari kesulitan keuangan dalam menghadapi *shock* yang bersifat negatif dan untuk menyiapkan dana investasi ketika mempunyai kesempatan yang menguntungkan (Gamba dan Triantis, 2008), sehingga, sangat penting bagi perusahaan untuk menentukan porsi struktur modal agar perusahaan tidak mengalami kesulitan keuangan ketika terjadi kondisi yang tidak menguntungkan dan kehilangan kesempatan ketika terdapat kesempatan investasi yang menguntungkan. Beberapa penelitian menemukan bahwa perusahaan cenderung menyesuaikan struktur modal ke arah struktur modal optimalnya.

Banyak penelitian yang menunjukkan bahwa perusahaan mencoba untuk menemukan tingkat optimal hutang jangka panjang. Menurut beberapa peneliti, struktur modal perusahaan adalah dinamis dan

perusahaan berusaha untuk melakukan penyesuaian tingkat hutang ke arah optimal, yang memperkuat adanya *trade-off theory*. Kremp *et al.* (dalam Serrasquiro dan Rogão, 2009) menemukan bahwa penyesuaian sebesar 0,53 untuk perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Jerman dan 0,28 untuk perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Perancis. Hal ini berarti bahwa perusahaan di Jerman membutuhkan rata-rata waktu sekitar 1,88 tahun dan perusahaan di Perancis membutuhkan rata-rata waktu sekitar 3,57 tahun untuk menyesuaikan tingkat hutangnya dengan tingkat optimal.

Jalilvand dan Harris (1984) meneliti keputusan pendanaan perusahaan perusahaan di Amerika Serikat dengan menjelaskan penerbitan hutang jangka panjang dan jangka pendek serta menjelaskan biaya likuiditas perusahaan, penerbitan ekuitas baru dan pembayaran dividen. Mereka menemukan bahwa perusahaan-perusahaan di Amerika Serikat melakukan penyesuaian pada hutang jangka panjangnya dan menemukan bahwa kecepatan penyesuaian struktur modal sangat beragam antara satu perusahaan dengan perusahaan lainnya dan antar waktu. Hasil penelitian mereka menyatakan bahwa keputusan pendanaan tergantung pada faktor *size* perusahaan, tingkat bunga dan harga saham perusahaan mempengaruhi kecepatan penyesuaian hutang tersebut.

Dalam penelitian mereka, pola penyesuaian struktur modal yang dilakukan oleh perusahaan adalah dengan menerbitkan hutang jangka panjang, menarik saham-saham dari aset aset likuid, meningkatkan hutang jangka pendek atau menerbitkan saham baru untuk menutupi kekurangan modal yang dibutuhkan. Perusahaan besar cenderung melakukan penyesuaian lebih cepat menuju struktur modal optimalnya dengan hutang jangka panjang dibandingkan dengan perusahaan kecil. Perusahaan besar nampaknya melakukan penyesuaian lebih lambat terhadap ekuitasnya dan menggunakan sedikit saham biasa dan saham preferen dalam menutupi kekurangan dana.

Penelitian Flannery dan Rangan (2006) membuktikan penyesuaian struktur modal perusahaan-perusahaan non-keuangan pada periode tahun 1966-2001. Mereka menemukan bahwa perusahaan-perusahaan non-keuangan melakukan penyesuaian terhadap struktur modalnya ke arah struktur modal optimal dan rasio struktur modal optimal dipengaruhi oleh beberapa karakteristik perusahaan. Perusahaan yang *overleveraged* dan *underleveraged* dengan cepat melakukan penyesuaian untuk mengimbangi *gap* dengan struktur modal optimalnya. Hal ini membuktikan bahwa perusahaan cenderung memaksimalkan manfaat pajak yang didapatkan dari pengurangan biaya pajak atas bunga yang dibayarkan oleh perusahaan kepada krediturnya.

Leary dan Roberts (2005) juga membuktikan *dynamic rebalancing* struktur modal dengan mempertimbangkan biaya penyesuaian. Mereka menemukan bahwa perusahaan secara aktif melakukan *rebalancing* atau penyesuaian struktur modal ke arah struktur modal optimalnya dan hal ini dipengaruhi oleh biaya penyesuaian. Mereka juga menemukan adanya *modified pecking order theory* dimana perusahaan cenderung kurang menyukai pasar pendanaan eksternal ketika mereka mempunyai dana internal yang cukup, tetapi lebih cenderung ketika mereka mempunyai kebutuhan investasi yang besar, sedangkan Kim *et al.* (2006) membuktikan penyesuaian struktur modal perusahaan-perusahaan manufaktur di Korea dengan membandingkannya pada kondisi sebelum dan sesudah krisis keuangan di Asia. Mereka menemukan bahwa perusahaan-perusahaan Korea melakukan penyesuaian struktur modalnya lebih besar setelah krisis tahun 1997. Hal ini membuktikan bahwa perusahaan-perusahaan di Korea lebih *risk-averse* setelah adanya krisis yang menerpa Asia tersebut. Perusahaan-perusahaan tersebut juga mulai menekankan pada pendanaan internal dibandingkan dengan hutang. Krisis Asia mempunyai dampak yang sangat besar bagi keputusan pendanaan, khususnya yang

berkaitan dengan perbankan. Perusahaan, sebagai debitur biasanya mendapatkan pendanaan hutang terutama dari pihak perbankan. Karena adanya krisis Asia tersebut, maka perbankan mengenakan biaya yang lebih tinggi atas ketidakpastian yang mereka hadapi, oleh karena itu, perusahaan mungkin akan mengurangi hutang mereka dengan melakukan penyesuaian agar mereka tidak *overleveraged*.

Antoniou *et al.* (2008) meneliti bagaimana perusahaan yang beroperasi dalam ekonomi yang berorientasi pasar modal (Inggris dan Amerika Serikat) dan ekonomi yang berorientasi pada perbankan (Perancis, Jerman dan Jepang) menentukan struktur modalnya. Mereka menemukan bahwa rasio hutang perusahaan dipengaruhi oleh *tangibility of assets* (jaminan) dan *size* perusahaan, tetapi menurun dengan peningkatan profitabilitas, kesempatan bertumbuh dan kinerja harga saham pada kedua tipe ekonomi tersebut. Rasio hutang juga di pengaruhi oleh kondisi pasar dimana perusahaan beroperasi. Hasil penelitian mereka juga menunjukkan bahwa perusahaan yang mempunyai struktur modal optimal, dimana perusahaan Perancis menjadi yang tercepat dalam menyesuaikan struktur modalnya ke arah struktur modal optimal dan perusahaan Jepang menjadi yang paling lamban dalam penyesuaian struktur modal.

Serrasqueiro dan Ragão (2009) menemukan bahwa perusahaan-perusahaan di Portugis melakukan penyesuaian tingkat hutang ke arah rasio target hutang. Mereka menyimpulkan bahwa perusahaan-perusahaan di Portugis mencari rasio hutang optimal, akan tetapi penyesuaiannya masih lebih kecil dibandingkan dengan perusahaan-perusahaan Amerika Serikat dan beberapa negara Eropa seperti Jerman, Spanyol dan Inggris.

Faulkender *et al.* (2010) meneliti dampak *cash flow* terhadap kecepatan perusahaan dalam melakukan penyesuaian struktur modalnya dan dampak *financial constraint* serta *market timing* terhadap penyesuaian struktur modal. Mereka menemukan bahwa

perusahaan berusaha untuk menyesuaikan struktur modal ke arah struktur modal optimal meskipun tidak sepenuhnya mencapai optimal. Mereka juga menemukan bahwa perusahaan mempertimbangkan biaya penyesuaian, karakteristik perusahaan dan kondisi pasar mempengaruhi penyesuaian struktur modal. Perusahaan yang *overleveraged* cenderung melakukan penyesuaian lebih cepat dibandingkan perusahaan yang masih *underleveraged*.

Dengan menggunakan metode model regresi yang berbeda, Reinhard dan Li (2010) menemukan bahwa perusahaan-perusahaan di Indonesia melakukan penyesuaian struktur modalnya antara 1,02 tahun sampai 2,32 tahun pada tahun 1997-2000 dan 1,51 tahun sampai dengan 3,08 tahun pada tahun penelitian 2001-2005.

Berdasarkan *trade-off theory* dan penelitian-penelitian terdahulu, maka hipotesis penelitian ini adalah:

H<sub>1</sub> : Perusahaan non keuangan di Indonesia melakukan penyesuaian struktur modalnya menuju struktur modal optimal

Struktur modal optimal perusahaan tidak dapat diobservasi secara langsung. Banyak penelitian menggunakan berbagai variabel untuk menjelaskan struktur modal optimal. Penelitian-penelitian terdahulu menilai tingkat struktur modal optimal perusahaan sebagai sebuah fungsi dari beberapa karakteristik perusahaan tersebut. Beberapa penelitian menggunakan variabel seperti *size* (De Haas dan Peeters, 2004; Antoniou *et al.* 2008; Drobetz dan Wanzenried, 2006; Kim *et al.* 2006; Loof, 2004; Reinhard dan Li, 2010), tingkat profitabilitas (De Haas dan Peeters, 2004; Drobetz dan Wanzenried, 2006; Kim *et al.* 2006; Loof, 2004; Reinhard dan Li, 2010), *tangibility of assets* (De Haas dan Peeters, 2004; Antoniou *et al.* 2008; Drobetz dan Wanzenried, 2006; Kim *et al.* 2006; Loof, 2004; Reinhard dan Li, 2010), *growth opportunities* (De Haas dan Peeters, 2004; Antoniou *et al.* 2008; Drobetz dan Wanzenried, 2006; Kim *et al.* 2006; Reinhard dan Li, 2010), *non-debt tax shield* (De Haas dan

Peeters, 2004; Antoniou *et al.* 2008; Kim *et al.* 2006; Loof, 2004), *tax rate* (Antoniou *et al.* 2008; Loof, 2004), *volatilitas pendapatan* (De Haas dan Peeters, 2004; Antoniou *et al.* 2008; Kim *et al.*, 2006), *dividend payout ratio* (Antoniou *et al.*, 2008), *kinerja harga saham* (Antoniou *et al.*, 2008), *umur perusahaan* (De Haas dan Peeters, 2004), *tingkat bunga hutang perusahaan* (De Haas dan Peeters, 2004; Antoniou *et al.*, 2008), *variabel makro ekonomi dan spesifik negara* (De Haas dan Peeters, 2004), *sektor industri* (Kim *et al.*, 2006) sebagai faktor yang menentukan tingkat struktur modal optimal perusahaan.

Dalam penelitian ini proksi yang digunakan adalah *tangibility*, *profitabilitas*, *size* dan *growth opportunities*. Pemilihan empat variabel ini karena faktor-faktor tersebut secara konsisten terbukti berhubungan dengan *leverage* pada penelitian-penelitian sebelumnya. Disamping itu, peneliti juga mempertimbangkan ketersediaan data untuk mengembangkan proksi dari faktor-faktor yang lain.

*Tangibility*: Aset yang bersifat *tangible* lebih mudah dinilai daripada aset yang bersifat *intangible* seperti *goodwill*. Selain itu, dalam kasus kebangkrutan, aset yang bersifat *intangible* akan dengan cepat hilang. Jaminan hutang berupa aset merupakan *constraint* (pembatas) bagi perusahaan untuk mendapatkan hutang. Perusahaan dengan nilai aset yang terbatas sebagai jaminan akan memperoleh hutang yang relatif lebih mahal daripada perusahaan yang mempunyai nilai aset lebih besar. Jika hutang dapat dijamin, peminjam dibatasi untuk menggunakan hutangnya hanya untuk proyek yang telah ditentukan. Jika tidak ada jaminan yang dapat digunakan, maka kreditur akan meminta syarat yang lebih banyak dan ketat, sehingga perusahaan mungkin akan lebih memilih menggunakan ekuitas daripada hutang. Perusahaan yang memiliki aset tetap yang dapat dijadikan sebagai jaminan cenderung akan lebih berani menerbitkan hutang. Menurut *trade-off theory*, keputusan struktur modal perusahaan ditentukan oleh manfaat dan biaya yang ditimbulkan oleh

keputusan penggunaan dana eksternal. Perusahaan akan meningkatkan penggunaan hutang sampai pada tingkat tertentu dimana *tangible assets* nya dapat menjamin pembayaran pokok dan bunga hutang agar mereka mendapatkan manfaat pajak dari bunga dan meminimalkan risiko kebangkrutan ketika gagal bayar.

*Profitabilitas*: Menurut *trade-off theory*, perusahaan yang kurang *profitable* memberikan *return* yang rendah kepada pemegang sahamnya, *leverage* yang lebih besar akan meningkatkan risiko kebangkrutan dan biaya pinjaman serta akan mengurangi *return* bagi pemegang saham (Tong dan Green, 2005). Profitabilitas yang tinggi memberikan kapasitas pinjaman yang tinggi. Keputusan struktur modal optimal diharapkan dapat memaksimalkan manfaat penggunaan hutang dengan tetap memperhatikan adanya risiko kebangkrutan yang mungkin timbul ketika perusahaan tidak mampu membayar pokok dan bunga hutangnya. Profitabilitas merupakan unsur penting keputusan penggunaan hutang dalam struktur modal perusahaan, karena profitabilitas ini dapat menunjukkan kemampuan perusahaan untuk membayar pokok dan bunga hutangnya. Jika profitabilitas yang dimiliki oleh perusahaan lebih kecil dari hutangnya, maka akan meningkatkan risiko gagal bayar bahkan kebangkrutan karena profitabilitasnya tidak mampu menutupi kewajiban hutangnya sehingga penggunaan hutang yang besar akan meningkatkan risiko kebangkrutan.

*Size*: *Trade-off theory* menyatakan adanya hubungan positif antara *size* perusahaan dengan rasio hutang karena perusahaan yang lebih besar lebih terdiversifikasi dan mempunyai kemungkinan kecil terjadi *financial distress* sehingga kreditur lebih percaya terhadap perusahaan yang lebih besar. Disamping itu, *size* juga akan menentukan manfaat dan biaya yang ditimbulkan oleh penggunaan hutang, perusahaan besar yang terdiversifikasi mempunyai *volatilitas cash-flows* yang rendah dan dinilai lebih mampu menjamin kepastian pembayaran pokok dan

bunga hutang sehingga perusahaan besar dapat lebih memaksimalkan manfaat pajak yang ditimbulkan oleh bunga hutang.

*Growth Opportunities: Trade-off theory* menyatakan adanya hubungan negatif antara *growth opportunities* dengan rasio hutang (Myers, 1977). Perusahaan yang mempunyai *growth opportunities* dihadapkan pada risiko yang lebih tinggi dan mempunyai *financial distress costs* yang lebih tinggi. Selain itu, perusahaan yang dihadapkan pada *growth opportunities* yang tinggi cenderung membiayai ekspansinya dengan lebih banyak ekuitas untuk menghindari konflik keagenan yang berhubungan dengan hutang (Myers dalam Frank dan Goyal, 2009), oleh karena itu, perusahaan yang mempunyai *growth opportunities* akan meningkatkan risiko kebangkrutan yang ditimbulkan jika perusahaan menggunakan hutang dan tidak mampu membayar pokok dan bunga hutangnya.

### Kecepatan Penyesuaian

Pada umumnya, perusahaan mempunyai struktur modal yang berbeda dan menghadapi kondisi pasar modal yang berbeda. Hal ini yang membedakan kecepatan penyesuaian struktur modal perusahaan satu dengan yang lainnya. Kecepatan perusahaan dalam melakukan penyesuaian dipengaruhi oleh karakteristik perusahaan, oleh karena itu kecepatan penyesuaian berbeda antar perusahaan dan antar waktu.

Dalam *trade-off theory*, rasio hutang optimal menyeimbangkan biaya dan manfaat dari *leverage*. Tingkat target hutang perusahaan berubah-ubah antar waktu, sehingga sangat penting untuk mempertahankan target dan biaya *rebalancing* struktur modal. Perusahaan yang mendekati *distress* akan lebih memperhatikan dan berusaha menyesuaikan tingkat hutangnya daripada perusahaan yang lebih stabil. Penyesuaian yang lebih lamban kemungkinan disebabkan oleh tingginya biaya untuk melakukan penyesuaian dan penyesuaian akan lebih cepat ketika penyimpangan rasio

hutang terhadap target hutangnya lebih mahal dibandingkan biaya untuk penyesuaian. Banyak penelitian yang menunjukkan bahwa perusahaan mencoba untuk menemukan tingkat optimal hutang jangka panjang. Menurut beberapa peneliti, struktur modal perusahaan adalah dinamis dan perusahaan berusaha untuk melakukan penyesuaian tingkat hutang ke arah optimal, yang memperkuat adanya *trade-off theory*.

Faktor-faktor yang menentukan kecepatan penyesuaian antara lain sebagai berikut:

1. Jarak struktur modal aktual dengan struktur modal optimal. Jika *target leverage* lebih besar daripada *actual leverage* nya, maka perusahaan masih *underleveraged* dan jika *target leverage* lebih dari *actual leverage* nya, maka perusahaan *overleveraged*. Disisi lain, perusahaan yang *overleveraged* diharapkan mencapai *target leverage* nya lebih cepat jika mereka membayar hutangnya, sedangkan perusahaan yang *underleveraged* mungkin akan lebih lamban karena harus menerbitkan hutang, tetapi disisi lain, perusahaan yang *underleveraged* lebih mudah mendapatkan tambahan hutang, sedangkan perusahaan yang *overleveraged* lebih sulit untuk mengurangi hutangnya karena *liquidity constraint*.

Jarak struktur modal aktual dengan struktur modal optimal mempunyai pengaruh positif dengan kecepatan penyesuaian. Perusahaan yang mempunyai struktur modal yang jauh dari targetnya melakukan penyesuaian lebih cepat dibandingkan perusahaan yang struktur modalnya mendekati struktur modal optimalnya. Jadi, perusahaan hanya akan melakukan penyesuaian ketika terdapat deviasi yang besar antara struktur modal dengan struktur modal optimalnya. Perusahaan yang dekat dengan tingkat optimal tidak menutup selisihnya karena biaya penambahan penyesuaian dapat menjadi *constraint*.

De Haas dan Peeters (2004) meneliti faktor-faktor yang menentukan struktur



modal dan kecepatan penyesuaian struktur modal perusahaan-perusahaan Eropa tengah dan timur. Mereka menemukan jarak struktur modal aktual dengan struktur modal optimal berhubungan positif dengan kecepatan penyesuaian. Hal ini berarti bahwa perusahaan yang jauh dari struktur modal optimal cenderung melakukan penyesuaian lebih cepat dibandingkan dengan perusahaan yang struktur modalnya mendekati struktur modal optimal.

Loof (2004) menemukan bahwa *distance* berpengaruh positif signifikan terhadap kecepatan penyesuaian pada perusahaan-perusahaan di Swedia dan Amerika Serikat, tetapi *distance* berpengaruh negatif terhadap kecepatan penyesuaian pada perusahaan-perusahaan Inggris.

Penelitian Drobetz dan Wanzenried (2006) juga menemukan bahwa jarak struktur modal dengan struktur modal optimal mempengaruhi kecepatan penyesuaian struktur modal perusahaan-perusahaan Swiss pada periode tahun 1991-2001.

H<sub>2a</sub> : Jarak struktur modal aktual dengan struktur modal optimal secara positif mempengaruhi kecepatan penyesuaian struktur modal.

2. Financial surplus/defisit. Surplus atau defisit kas perusahaan juga akan mempengaruhi kecepatan dalam melakukan penyesuaian. Untuk melakukan penyesuaian, perusahaan yang *overleveraged* harus mengurangi hutangnya. Dengan surplus kas, perusahaan yang *overleveraged* dapat lebih mudah (lebih cepat) membayar hutangnya agar tingkat hutangnya sesuai dengan struktur modal optimal, sedangkan ketika mengalami defisit, perusahaan akan lebih sulit (lebih lambat) untuk mengurangi hutangnya (melakukan penyesuaian) ataupun menerbitkan hutang baru, sedangkan perusahaan yang *underleveraged* melakukan penyesuaian lebih lambat karena dapat memanfaatkan surplus tersebut untuk

pembiayaannya dan ketika mengalami defisit, perusahaan lebih mudah (lebih cepat) untuk meningkatkan hutangnya karena dianggap mempunyai prospek di masa mendatang dan karena struktur modalnya masih memungkinkan untuk meningkatkan hutang.

Byoun (2008) meneliti perusahaan Amerika untuk melihat pengaruh surplus dan defisit keuangan perusahaan dalam menentukan penyesuaian terhadap struktur modalnya. Perusahaan yang *overleveraged* akan melakukan penyesuaian ketika mengalami surplus dan perusahaan yang *underleveraged* melakukan penyesuaian ketika mengalami defisit. Hovakimian *et al.* (2001) membuktikan bahwa perusahaan melakukan penyesuaian lebih cepat dengan pengurangan hutang pada perusahaan yang *overleveraged*, sedangkan penelitian Faulkender *et al.* (2008) menemukan bahwa penyesuaian perusahaan dengan *cashflows* yang positif dan negatif berbeda signifikan dengan kecepatan penyesuaian pada perusahaan dengan *free cashflows* hampir nol.

H<sub>2b</sub> : Financial defisit/surplus secara positif mempengaruhi kecepatan penyesuaian struktur modal

3. Current Liabilities. Perusahaan yang mempunyai hutang jangka pendek lebih besar daripada hutang jangka panjang memiliki kemampuan untuk melakukan penyesuaian ke tingkat *leverage* yang baru dengan lebih mudah dan cepat daripada perusahaan yang memiliki hutang jangka pendek yang lebih kecil dibandingkan hutang jangka panjangnya. *Current liabilities* dapat lebih mudah dan cepat dipenuhi dibandingkan dengan *non-current liabilities*, karena beban yang ditanggung oleh perusahaan dalam jangka pendek maka perusahaan dapat lebih mudah mendapatkan tambahan hutang dari pihak eksternal dalam rangka mencapai struktur modal optimalnya. Penelitian Kim *et al.* (2006) menemukan bahwa *current liabilities* mempunyai pengaruh

positif dan signifikan terhadap kecepatan penyesuaian struktur modal di perusahaan manufaktur di Korea. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan yang mempunyai rasio hutang jangka pendek yang tinggi melakukan penyesuaian struktur modalnya lebih cepat dan hal ini membuktikan bahwa *current liabilities* sangat likuid dan mempermudah proses penyesuaian.

$H_{2c}$  : Current liabilities secara positif mempengaruhi kecepatan penyesuaian struktur modal

## METODE PENELITIAN

### Data dan Sampel

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder berupa data panel yang diambil dari data laporan keuangan yang telah di audit untuk perusahaan-perusahaan non-keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Sampel yang digunakan dalam penelitian ini diambil dengan menggunakan metode *purposive sampling*, artinya sampel yang digunakan harus memenuhi kriteria tertentu. Dalam penelitian ini, kriteria pemilihan sampel adalah perusahaan non-keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dan harus mempunyai laporan keuangan dan semua informasi yang dibutuhkan dari tahun 2005-2009. Penelitian ini tidak menggunakan perusahaan-perusahaan keuangan sebagai sampel karena pertimbangan peraturan modal minimum dan/atau jaminan implisit maupun eksplisit dari pemerintah.

### Definisi Operasional

#### Variabel Dependen

Variabel dependen dalam hipotesis pertama adalah *leverage*. *Leverage* dalam penelitian ini adalah nilai buku hutang jangka panjang perusahaan dan dihitung dengan membandingkan *total long-term debt* terhadap *total asset* (LT-Debt/TA).

Variabel dependen dalam hipotesis kedua adalah kecepatan penyesuaian. Kecepatan penyesuaian adalah lama waktu yang dibutuhkan oleh perusahaan untuk

melakukan penyesuaian struktur modal menuju struktur modal optimalnya. Kecepatan penyesuaian diambil dari nilai hasil regresi dari pengujian hipotesis 1.

#### Variabel Independen

Variabel independen dalam hipotesis pertama adalah *optimal leverage* atau *target leverage*. *Leverage* optimal adalah sebuah variabel yang tidak dapat diobservasi. Dalam penelitian ini proksi yang digunakan adalah *tangibility*, *profitabilitas*, *size* dan *growth opportunities*. Pemilihan empat variabel ini karena faktor-faktor tersebut secara konsisten terbukti berhubungan dengan *leverage* pada penelitian-penelitian sebelumnya. Disamping itu, peneliti juga mempertimbangkan ketersediaan data untuk mengembangkan proksi dari faktor-faktor yang lain.

1. *Tangibility*: *Tangibility* dalam penelitian ini adalah semua aset tetap yang dimiliki perusahaan yang dapat digunakan sebagai *collateral* atas hutang. *Tangibility* diukur dengan membagi *fixed asset* terhadap *total asset* (FA/TA).
2. *Profitabilitas*: *Profitabilitas* dalam penelitian ini diukur dengan rasio tingkat keuntungan perusahaan terhadap *total aset*, yaitu  $EBIT/Total Assets$ .
3. *Size*: *Size* dalam penelitian ini diukur dengan  $Log Total Assets$ .
4. *Growth Opportunities*: *Growth opportunities* diukur dengan pertumbuhan aset perusahaan dari satu periode ke periode berikutnya.

Variabel independen untuk menguji hipotesis kedua adalah jarak struktur modal aktual dengan struktur modal optimal, *financial surplus*/defisit dan *current liabilities*. Variabel independen pertama untuk menguji hipotesis kedua yang digunakan dalam penelitian ini adalah jarak struktur modal aktual dengan struktur modal optimal. Jarak struktur modal aktual dengan struktur modal optimalnya dihitung dengan melihat selisih  $L^*_{i,t} - L_{i,t-1}$  atau rasio *leverage* optimal terhadap *leverage* aktual. Variabel independen kedua untuk menguji hipotesis

kedua adalah *Financial surplus/deficit*. Surplus dan defisit kas perusahaan dihitung dengan persamaan yang digunakan oleh Byoun (2008):  $FD_{i,t} = DIV_{i,t} + I_{i,t} + \Delta W_{i,t} - OCF_{i,t}$ . Dimana  $DIV_{i,t}$  adalah pembayaran dividen perusahaan  $i$  pada waktu  $t$ ,  $I_{i,t}$  adalah investasi bersih perusahaan  $i$  pada waktu  $t$ ,  $\Delta W_{i,t}$  adalah perubahan modal kerja bersih perusahaan  $i$  dari waktu  $t-1$  ke  $t$  dan  $OCF_{i,t}$  adalah *Operating cash flows* setelah bunga dan pajak perusahaan  $i$  pada waktu  $t$ .

Variabel independen ketiga untuk hipotesis kedua adalah *current liabilities*. *Current liabilities* adalah hutang jangka pendek atau hutang lancar perusahaan yang terdapat pada laporan neraca. *Current liabilities* dihitung dengan menggunakan rasio *current liabilities* terhadap *total liabilities*.

## PENGUJIAN HIPOTESIS

### Pengujian $H_1$

Dengan menganggap bahwa tingkat *leverage* waktu  $t$  sama dengan *target leverage*, maka perubahan *leverage* dapat dihitung dengan persamaan berikut:

$$L_{i,t} - L_{i,t-1} = L_{i,t}^* - L_{i,t-1} \dots\dots\dots(1)$$

Dalam melakukan penyesuaian, perusahaan membutuhkan biaya sehingga perusahaan mungkin akan menemukan kemudahan ataupun kesulitan untuk melakukan penyesuaian struktur modalnya, oleh karena itu, hal ini akan mempengaruhi kecepatan penyesuaian, yaitu faktor yang menggambarkan *magnitude* penyesuaian yang diinginkan antara dua periode waktu. Dengan mempertimbangkan kecepatan penyesuaian ( $\delta$ ), maka perubahan struktur modal dapat dilihat dengan persamaan:

$$L_{i,t} - L_{i,t-1} = \delta_{i,t} (L_{i,t}^* - L_{i,t-1}) \dots\dots\dots(2)$$

Dimana  $L_{i,t}$  adalah hutang aktual perusahaan  $i$  pada periode  $t$ , dan  $L_{i,t}^*$  = tingkat hutang optimal perusahaan  $i$  pada periode  $t$ . Perusahaan akan menyeimbangkan struktur modalnya menuju struktur modal optimal hanya dapat diamati pada akhir tahun (akhir periode), yaitu setelah perusahaan mempunyai struktur modal, oleh karena itu, persamaan (2) disusun kembali menjadi:

$$L_{i,t} = (1 - \delta_{i,t})L_{i,t-1} + \delta_{i,t}L_{i,t}^* + \epsilon_{i,t} \dots\dots\dots(3)$$

*Leverage* optimal tidak dapat diobservasi, sehingga tingkat hutang optimal akan dihitung sebagai fungsi beberapa variabel yang mempengaruhi keputusan struktur modal perusahaan.

$$L_{i,t}^* = \lambda_0 + \lambda_1 TANG_{i,t} + \lambda_2 PROFIT_{i,t} + \lambda_3 SIZE_{i,t} + \lambda_4 GROWTH_{i,t} + \epsilon_{i,t} \dots\dots\dots(4)$$

$TANG_{i,t}$  adalah *tangibility* perusahaan  $i$  pada periode  $t$  diukur dengan membagi aset tetap terhadap total aset (FA/TA),  $PROFIT_{i,t}$  adalah profitabilitas perusahaan  $i$  pada periode  $t$  diukur dengan rasio tingkat keuntungan terhadap total aset (EBIT/Total Assets),  $SIZE_{i,t}$  adalah *size* perusahaan  $i$  pada periode  $t$  yang diukur dengan *Log Total Assets*, dan  $GROWTH_{i,t}$  adalah tingkat pertumbuhan perusahaan  $i$  pada periode  $t$ . Semua nilai variabel ini dihitung dengan menggunakan nilai buku yang terdapat pada laporan keuangan perusahaan.

Beberapa peneliti menggunakan *Ordinary Least Square* (OLS) dan Fama-Mac Beth regression, tetapi penggunaan metode ini menghasilkan hasil regresi yang bias. Untuk memilih model yang digunakan, maka dilakukan uji hausman (*hausman test*) untuk menentukan apakah model yang digunakan *fixed effect regression* (LSDV) atau *random effect*. Sebelum regresi dilakukan, asumsi klasik harus terlebih dahulu dipenuhi. Dalam analisis regresi ada beberapa asumsi yang harus dipenuhi sehingga hasil dari regresi tersebut dapat digunakan untuk menguji hipotesis. Dengan memasukkan variabel-variabel yang mempengaruhi struktur modal diatas, maka persamaan untuk menguji hipotesis pertama adalah (Loof, 2004):

$$L_{i,t} = (1 - \delta_{i,t})L_{i,t-1} + \delta_{i,t} \sum_{j=1}^k \lambda_j X_{j,i,t} + \epsilon_{i,t}$$

Untuk pengujian hipotesis, digunakan estimasi  $\delta_{i,t}$  sebagai indikator penyesuaian struktur modal. Ada tiga kemungkinan struktur modal yang diteliti dengan menggunakan persamaan (5) di atas: jika (i)  $\delta = 1$ , maka  $L_{i,t} = L_{i,t}^*$  hutang aktual sama dengan

tingkat hutang optimal, (ii)  $\delta < 1$ , maka penyesuaian yang dilakukan masih dibawah tingkat hutang optimalnya, (iii)  $\delta > 1$ , maka perusahaan telah *overadjusting*.

#### Pengujian H2a, H2b dan H2c

Kecepatan penyesuaian adalah hasil estimasi dari regresi target leverage yang dihitung dengan menggunakan proksi tangibility, profitability, size dan growth. Untuk mengetahui hasil estimasi kecepatan penyesuaian, regresi target leverage harus dihitung terlebih dahulu dengan persamaan:

$$L_{i,t} = (1 - \delta_{i,t})L_{i,t-1} + \delta_{i,t} L_{i,t}^* + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

Dimana, target leverage dihitung dengan menggunakan proksi beberapa variabel dengan persamaan:

$$L_{i,t}^* = \lambda_0 + \lambda_1 TANG_{i,t} + \lambda_2 PROFIT_{i,t} + \lambda_3 SIZE_{i,t} + \lambda_4 GROWTH_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \dots \dots \dots (2)$$

Sehingga nilai estimasi kecepatan penyesuaian didapatkan dengan persamaan:

$$L_{i,t} = (1 - \delta_{i,t})L_{i,t-1} + \delta_{i,t} \sum_{j=1}^k \lambda_j X_{j,i,t} + \varepsilon_{i,t} \dots \dots \dots (3)$$

Penelitian ini menggunakan beberapa variabel yang mempengaruhi kecepatan penyesuaian, yaitu jarak struktur modal

aktual dengan struktur modal optimal, *financial surplus/deficit* dan *current liabilities*, maka persamaan untuk kecepatan penyesuaian adalah (Drobetz dan Wanzenreid, 2006):

$$\delta_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Dist_{i,t} + \beta_2 FD_{i,t} + \beta_3 CL_{i,t} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

## ANALISIS DAN PEMBAHASAN

### Statistik Deskriptif

Proses seleksi sampel dilakukan dengan mengidentifikasi perusahaan non-keuangan mana saja yang konsisten berada di Bursa Efek Indonesia dan mempunyai laporan keuangan yang lengkap dari tahun 2009-2014. Dari proses seleksi sampel, akhirnya peneliti mendapatkan 210 perusahaan dari 30 industri, maka didapatkan 1260 tahun perusahaan. Sampel tersebut tergolong dalam kategori sampel besar dan memenuhi asumsi *central limit theorem* yang terkait dengan terpenuhinya asumsi normalitas pada uji regresi. Tabel 1 menyajikan jumlah perusahaan dan klasifikasi industri menurut BEI yang dimasukkan dalam sampel penelitian.

**Tabel 1**  
**Jumlah Sampel Perusahaan**

Industri	n	Industri	n
Advertising	7	Metal	9
Agriculture	10	Mining	12
Apparel and Textile	2	Others	7
Automotive	10	Pharmaceutical	6
Cable	4	Plastics	5
Cement	3	Pulp and Paper	3
Ceramics, Glass	5	Real Estate	31
Chemical and Allied	7	Retail	10
Computer	4	Telecommunication	5
Construction	4	Textile, Garment	5
Cosmetics and Household	5	Tobacco	3
Energy	1	Tourism, Restaurant and Hotel	18
Farm	3	Transportation	4
Food and Beverages	8	Wholesale	15
Houseware	2	Wood Industry	2
Total		210	

Sumber: data diolah

**Tabel 2**  
**Hasil Regresi Data Panel**

	koef	t	p
C	48.10653	8.872548	0.0000***
TANG	0.520157	0.614574	0.0000***
PROFT	0.547632	0.326551	0.0000***
SIZE	-1.729637	-1.154830	0.0000***
GROWTH	4.140126	0.034587	0.3260
R <sup>2</sup>	0.601		

\*\*\*) 1% \*\* 5% tingkat signifikansi

Sumber: Data diolah

### Hasil Pengujian Hipotesis 1

Uji hipotesis pertama dilakukan dengan menggunakan regresi data panel, setelah dilakukan uji hausman maka diperoleh model terbaik yaitu metode *Least Square Dummy Variable* (LSDV) atau yang biasa dikenal dengan model *fixed effect*. Tidak terdapat masalah asumsi klasik pada data yang digunakan, sehingga regresi dapat dilakukan. Dari Tabel 2 dapat dilihat bahwa nilai R<sup>2</sup> model regresi dengan menggunakan *leverage* (LEVT) sebagai variabel dependen yaitu 0,601, sehingga dapat dikatakan bahwa model regresi yang digunakan cukup baik untuk menguji hubungan antar variabel. Hasil regresi pada Tabel 2 digunakan untuk menghitung *target leverage* (LEVTAR) yang tidak dapat diobservasi melalui laporan keuangan perusahaan.

Dengan menggunakan model regresi yang dihasilkan pada Tabel 2, maka dapat diperoleh nilai *target leverage* setiap perusahaan dan tahun yang digunakan untuk menguji hipotesis 1. Hasil regresi pengujian hipotesis 1 dapat dilihat pada Tabel 3. Hipotesis 1 menyatakan bahwa perusahaan di Indonesia melakukan penyesuaian struk-

tur modalnya menuju struktur modal optimal. Tabel 3 menunjukkan bahwa nilai koefisien LEVB bertanda positif dan signifikan pada alfa 1%. Nilai koefisien LEVB adalah 0,592152, maka nilai estimasi  $\delta$  adalah 0,407 (1-LEVB). Dapat disimpulkan bahwa secara rata-rata perusahaan-perusahaan di Indonesia melakukan penyesuaian struktur modalnya menuju struktur modal optimal, akan tetapi penyesuaian yang dilakukan masih dibawah struktur modal optimalnya.

### Hasil Pengujian Hipotesis 2a, 2b dan 2c

Uji hipotesis 2a, 2b dan 2c dilakukan secara bersamaan untuk mengetahui pengaruh jarak struktur modal dengan struktur modal optimal (DIST), *financial surplus/deficit* (FD) dan *current liabilities* (CL) terhadap kecepatan penyesuaian struktur modal. Tabel 4 menunjukkan bahwa variabel jarak antara struktur modal aktual dengan struktur modal optimalnya (DIST) mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap kecepatan penyesuaian, variabel *financial surplus/deficit* (FD) mempunyai pengaruh positif tidak signifikan terhadap kecepatan penyesuaian.

**Tabel 3**  
**Hasil Regresi Data Panel**

$$L_{i,t} = (1 - \delta_{i,t})L_{i,t-1} + \delta_{i,t} \sum_{j=1}^K \lambda_j X_{j,i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

	koef	t	p
LEVB	0,592152	17,80215	0,0074***
LEVTAR	0,093201	0,599553	0,2920
R <sup>2</sup>	0.26		

Sumber: Data diolah



**Tabel 4**  
**Hasil Regresi Hipotesis 2a, 2b dan 2c**  

$$\delta_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Dist_{i,t} + \beta_2 FD_{i,t} + \beta_3 CL_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

	koef	t	p
C	0,274456	8.72E+12	0,0000***
DIST	6,21E-13	24,12541	0,0000***
FD	0,79E-22	0,55268	0,2152
C L	-5,02E-65	-33,35278	0,0000***

Sumber: Data diolah

Temuan berikutnya adalah bahwa variabel *current liabilities* (CL) mempunyai pengaruh negatif signifikan terhadap kecepatan penyesuaian struktur modal.

### Pembahasan

Tabel 2 menunjukkan bahwa variabel *tangibility* mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap tingkat *leverage* perusahaan, yaitu 0,520157. Temuan ini sesuai dengan *trade-off theory* yang menyatakan bahwa perusahaan yang mempunyai banyak aset *tangible* akan mendapatkan hutang dengan biaya yang lebih murah karena aset yang bersifat *tangible* lebih mudah dijadikan sebagai jaminan atau *collateral* bagi kreditur jika terjadi kesulitan keuangan. Santi (2003) serta Reinhard dan Li (2010) menemukan bahwa *tangibility* berpengaruh positif terhadap *leverage* pada perusahaan-perusahaan di Indonesia. Bevan dan Danbolt (2004) menemukan bahwa perusahaan-perusahaan non keuangan di Inggris mempertimbangkan *tangibility* dalam keputusan struktur modalnya dan *tangibility* berpengaruh positif terhadap hutang jangka panjang. Aset yang bersifat *tangible* memang sangat mudah untuk dijadikan sebagai jaminan untuk memperoleh hutang. Stohs dan Mauer (1996 dalam Bevan dan Danbolt, 2004) menemukan bahwa jangka waktu hutang sangat berkaitan dengan maturitas aset, sehingga prinsip *maturity matching* sangat penting untuk diperhatikan dalam pengambilan keputusan struktur modal.

Profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan dengan nilai 0,547632. Temuan ini memperkuat *trade-off theory* yang menyata-

kan bahwa perusahaan yang mempunyai profitabilitas tinggi mempunyai kapasitas pinjaman yang tinggi sehingga dengan profitabilitas yang tinggi, perusahaan akan meningkatkan hutangnya agar mendapatkan penghematan pajak. Selain itu, *lender* lebih bersedia meminjamkan dananya kepada perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang tinggi dibandingkan perusahaan yang kurang *profitable*. Ozkan (2001) menemukan bahwa tingkat profitabilitas berpengaruh secara positif dan signifikan terhadap tingkat *leverage* perusahaan di Inggris. Dengan menggunakan tahun amatan yang berbeda, Widjaja (2013) menemukan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Perbedaan temuan ini mungkin dikarenakan perbedaan tahun amatan dan jumlah sampel yang digunakan.

Berbeda dengan temuan De Jong *et al.* (2007), variabel *size* mempunyai pengaruh negatif tidak signifikan terhadap tingkat *leverage* dengan nilai -1,729637. Chen (2004) menemukan bahwa variabel *size* juga mempunyai hubungan negatif terhadap tingkat *leverage* perusahaan-perusahaan di China. Hubungan negatif ini dapat dikarenakan bahwa perusahaan besar biasanya mempunyai akses yang lebih baik terhadap pasar modal.

Variabel *growth opportunities* berpengaruh positif tidak signifikan terhadap *leverage* dengan nilai 4,140126. Ketika perusahaan mempunyai kesempatan bertumbuh yang lebih tinggi, maka perusahaan dapat menggunakan hutang sebagai alter-

natif sumber dana untuk mendanai pertumbuhannya. Perusahaan dapat menerbitkan hutang dengan alasan lebih murah jika dibandingkan dengan menerbitkan ekuitas. Temuan ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Utami (2012) yang meneliti tentang faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal pada perusahaan-perusahaan LQ-45 di Indonesia untuk tahun 1994-2007 dengan membedakan efeknya terhadap keputusan pendanaan dengan hutang jangka pendek, hutang jangka panjang, total hutang dan *market leverage*. Utami (2012) menemukan bahwa *growth opportunities* mempunyai pengaruh positif terhadap hutang jangka panjang, hutang jangka pendek maupun total hutang. Chen (2004) juga menemukan bahwa variabel *growth opportunities* mempunyai hubungan positif terhadap *leverage*. Menurut *trade-off theory*, saldo laba ditahan dari perusahaan yang mempunyai kesempatan bertumbuh yang tinggi akan meningkat dan mereka menerbitkan hutang lebih banyak untuk mempertahankan rasio *target leverage* dengan alasan memanfaatkan penghematan pajak.

Adanya hubungan negatif antara *size* dengan tingkat *leverage* seakan menegaskan kembali bahwa selain mengikuti *trade-off theory*, perusahaan di Indonesia juga mengikuti *pecking order theory* dalam menentukan struktur modalnya. Kesempatan bertumbuh juga dapat menjadi pertimbangan dalam menentukan struktur modal, jika kesempatan bertumbuh besar maka perusahaan membutuhkan modal yang cukup untuk membiayai pertumbuhannya dan salah satu sumber dana yang dapat dipilih adalah dengan meningkatkan hutang. Utami (2012) menemukan hubungan negatif antara *size* dengan hutang jangka panjang dan *market leverage*, tetapi berhubungan positif dengan hutang jangka pendek dan total hutang.

Keputusan penggunaan hutang tidak terlepas dari biaya yang harus dikeluarkan oleh perusahaan dalam bentuk bunga. Selama tahun 2009, suku bunga BI rate sebagai suku bunga acuan beberapa kali diturunkan. Dengan menurunnya suku bunga

BI rate, perusahaan dapat mempertimbangkan penggunaan hutang untuk membiayai operasional dan investasinya dengan biaya yang lebih murah, sehingga perusahaan yang memiliki kesempatan bertumbuh dapat menggunakan hutang untuk mendanai investasinya dengan tingkat bunga yang relatif rendah.

Hipotesis 1 menyatakan bahwa perusahaan di Indonesia melakukan penyesuaian struktur modalnya menuju struktur modal optimal. Tabel 3 menunjukkan bahwa nilai koefisien LEVB bertanda positif dan signifikan sebesar 0,592152 dapat disimpulkan bahwa perusahaan di Indonesia melakukan penyesuaian struktur modal menuju struktur modal optimalnya tetapi masih *underleveraged* dengan kecepatan penyesuaian sebesar 0,407848 (1-0,592152). Dengan nilai kecepatan penyesuaian ( $\delta$ ) sebesar 0,407848 atau 40,78% per tahun, maka rata-rata perusahaan-perusahaan di Indonesia memerlukan waktu 2,45 tahun untuk melakukan penyesuaian struktur modal menuju struktur modal optimalnya. Dengan demikian, temuan ini mendukung penelitian Reinhard dan Li (2010) yang dengan menggunakan teknik regresi yang berbeda juga menemukan bahwa perusahaan-perusahaan di Indonesia melakukan penyesuaian struktur modalnya antara 1,02 tahun sampai 2,32 tahun pada tahun 1997-2000 dan 1,51 tahun sampai dengan 3,08 tahun pada tahun penelitian 2001-2005, sedangkan Ameer (2010) menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan Indonesia melakukan penyesuaian rasio hutangnya sebesar 41,92% atau 2,38 tahun dengan periode amatan tahun 1990-2004.

Penyesuaian struktur modal perusahaan menuju struktur modal optimal melibatkan biaya yang berhubungan dengan kebangkrutan dan keuntungan pajak, selain itu juga berhubungan dengan faktor-faktor spesifik perusahaan yang menunjukkan kapasitas hutang bagi perusahaan tersebut. Misalnya, faktor *tangibility* dapat menunjukkan risiko kepada kreditur, jika perusahaan mempunyai aset *tangible* yang besar maka

akan mengurangi risiko *default* atau gagal bayar kepada kreditur sehingga biaya penyesuaian atau untuk menambah hutang akan lebih rendah dibandingkan dengan perusahaan yang mempunyai aset *tangible* yang kecil. Myers (1977) dan Hovakimian *et al.* (2001) mengemukakan bahwa perubahan profitabilitas mungkin mempengaruhi kecepatan penyesuaian karena profitabilitas menyediakan dana untuk melakukan penyesuaian seperti *stock repurchase* ataupun stabilitas untuk menerbitkan sekuritas pada *rate* yang menarik. Biaya pendanaan eksternal juga dapat mempengaruhi kecepatan penyesuaian. Ketika biaya pendanaan eksternal tinggi, maka perusahaan cenderung lebih lamban dalam melakukan penyesuaian struktur modalnya (Faulkender dan Petersen, 2006), sedangkan MacKay dan Phillips (2005) menunjukkan bahwa kondisi persaingan perusahaan merupakan faktor yang menentukan proses *adjustment*.

Kecepatan penyesuaian struktur modal dalam penelitian ini diukur dengan variabel jarak antara struktur modal aktual dengan struktur modal optimalnya (DIST), *financial surplus/deficit* (FD) dan *current liabilities*. Hasil penelitian menunjukkan variabel jarak antara struktur modal aktual dengan struktur modal optimalnya (DIST) mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap kecepatan penyesuaian. Temuan ini memperkuat hasil penelitian Drobetz dan Wanzenried (2006) yang menemukan bahwa *distance* atau jarak struktur modal aktual dengan struktur modal optimal mempunyai pengaruh positif tetapi tidak signifikan dengan kecepatan penyesuaian. Mahakud dan Mukherjee (2011) juga menemukan bahwa jarak struktur modal aktual dengan struktur modal optimal mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap kecepatan penyesuaian. Hal ini berarti bahwa perusahaan hanya akan melakukan penyesuaian struktur modalnya ketika struktur modalnya sudah jauh dari *target leverage* karena deviasi ini juga mempengaruhi biaya penyesuaian yang ditanggung oleh per-

usahaan yang akhirnya akan berdampak pada kecepatan penyesuaian.

Variabel *financial surplus/deficit* (FD) mempunyai pengaruh positif tidak signifikan terhadap kecepatan penyesuaian. Temuan ini mendukung penelitian Byoun (2008) yang menemukan bahwa kondisi surplus atau defisit keuangan yang dihadapi perusahaan secara signifikan mempengaruhi kecepatan penyesuaian. Berhubungan dengan faktor-faktor yang mempengaruhi keputusan struktur modal, perusahaan cenderung melihat karakteristik perusahaan dibandingkan kondisi finansial yang dihadapi. Kondisi surplus ataupun defisit keuangan perusahaan mempengaruhi kecepatan penyesuaian karena perusahaan mungkin menggunakan surplus atau defisit untuk mempercepat atau memperlambat penyesuaian struktur modal.

Temuan berikutnya adalah bahwa variabel *current liabilities* (CL) juga mempunyai pengaruh negatif signifikan terhadap kecepatan penyesuaian struktur modal. Temuan ini menunjukkan bahwa rasio *current liabilities* bukan menjadi *constraint* dalam melakukan penyesuaian struktur modal. Tingkat *leverage* Indonesia relatif lebih tinggi dibandingkan negara lain seperti Amerika Serikat, Jepang, Jerman, Italia dan negara lain yaitu 40% (Ang *et al.*, dalam Darminto dan Manurung, 2008). Hal ini mengindikasikan bahwa perusahaan di Indonesia cenderung *risk-takers*, yaitu lebih berani menerbitkan hutang untuk mengambil manfaat pajak dari bunga hutang selama beberapa faktor spesifik memungkinkan untuk menambah hutang. Artinya bahwa perusahaan lebih mempertimbangkan kapasitas hutang (*debt capacity*) dalam mengambil keputusan struktur modalnya. Selain itu, perusahaan juga mempertimbangkan biaya penyesuaian yang melibatkan berbagai konsekuensi atas tingkat *leverage* perusahaan.

## SIMPULAN, IMPLIKASI DAN KETERBATASAN

Penelitian ini menemukan bahwa *Dynamic trade-off theory* terbukti di Indonesia.



Perusahaan-perusahaan di Indonesia melakukan penyesuaian struktur modalnya menuju struktur modal optimal, akan tetapi penyesuaian yang dilakukan masih dibawah struktur modal optimal. *Tangibility*, *profitability* dan *growth opportunities* berpengaruh positif terhadap tingkat *leverage* optimal, sedangkan *size* berpengaruh negatif terhadap tingkat *leverage* optimal. Variabel-variabel ini mungkin juga mempengaruhi lama waktu yang dibutuhkan perusahaan untuk mencapai struktur modal optimalnya. Sementara jarak struktur modal aktual dengan struktur modal optimal berpengaruh positif dan signifikan terhadap kecepatan penyesuaian, *Financial surplus/deficit* berpengaruh positif tidak signifikan terhadap kecepatan penyesuaian, serta *Current liabilities* berpengaruh negatif terhadap kecepatan penyesuaian struktur modal.

### Implikasi

Hasil penelitian ini mengindikasikan bahwa perusahaan di Indonesia mengikuti *dynamic trade-off theory* dalam keputusan struktur modalnya. Struktur modal disusun mendekati struktur modal optimal dan selalu disesuaikan setiap tahun agar tidak menjauhi tingkat optimal. Struktur modal disusun dengan mempertimbangkan manfaat dan biaya dari penyesuaian, yaitu manfaat pajak yang dihasilkan akibat pembayaran bunga yang menjadi pengurang dalam penghitungan pajak dan biaya kebangkrutan dan/atau gagal bayar ketika hutang terlampaui tinggi. Dengan demikian implikasi praktisnya, perusahaan harus memperhatikan dan membandingkan struktur modal aktual dengan struktur modal optimal agar mendapatkan manfaat dari penyesuaian struktur modal tersebut dengan tidak menambah kemungkinan kebangkrutan akibat penyesuaian tersebut.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa perusahaan non keuangan di Indonesia tergolong lambat dalam melakukan penyesuaian struktur modalnya jika dibandingkan dengan hasil penelitian terdahulu (Reinhard dan Li, 2010; Ameer, 2010)

dengan periode penelitian yang berbeda. Keputusan struktur modal juga berhubungan dengan berbagai kebijakan pihak eksternal perusahaan yang turut berpengaruh terhadap kemudahan akses dana eksternal seperti pihak kreditur, investor dan pemerintah. Regulasi dan kebijakan pemerintah seperti tingkat suku bunga, pajak, intervensi pada pasar modal dan faktor hukum berperan penting dalam keputusan pendanaan eksternal terutama hutang.

### Keterbatasan

Penelitian ini mempunyai keterbatasan dan kelemahan. Pertama adalah proksi yang digunakan dalam menentukan *target leverage* hanya empat variabel. Masih banyak proksi lain yang dapat menjadi proksi *target leverage*, sehingga memungkinkan untuk menambah proksi lain yang sesuai dengan karakteristik perusahaan di Indonesia. Kedua adalah tahun amatan yang singkat mungkin mempengaruhi hasil temuan penelitian, sehingga perlu adanya periode amatan yang lebih panjang atau perbedaan periode amatan sebagai pembandingan. Ketiga, penelitian ini tidak membahas proksi atau variabel makro ekonomi yang mungkin mempengaruhi penyesuaian dan kecepatan penyesuaian struktur modal perusahaan seperti regulasi pajak, inflasi, pertumbuhan GDP, faktor hukum, sifat manajer (konservatif atau tidak) dan proksi-proksi lain.

### DAFTAR PUSTAKA

- Abor, J. 2007. Debt Policy dan Performance of SMEs: Evidence from Ghanaian dan South African Firms. *The Journal of Risk Finance* 8(4): 364-379.
- Akintoye, I. R. 2008. Sensitivity of Performance to Capital Structure. *European Journal of Social Science* 7(1): 23-31.
- Ameer, R. 2010. Financial Liberalization dan Firms' Capital Structure Adjustments Evidence from Southeast Asia dan South America. *Journal of Economics dan Finance*.
- Antoniou, A., Y. Gunez dan K. Paudyal. 2008. The Determinants of Capital

- Structure: Capital Market Oriented versus Bank Oriented Institutions. *The Journal of Financial Quantitative Analysis*, forthcoming.
- Bevan, A. A dan Danbolt, J. 2004. Testing for Inconsistencies in The Estimation of UK Capital Structure Determinants. *Applied Financial Economics* 14(1): 55-66.
- Brigham, E. F dan M. C. Ehrhardt. 2005. Financial Management: Theory dan Practice. 11<sup>th</sup> ed. Cengage. Ohio.
- Byoun, S. 2008. How dan When Do Firms Adjust Their Capital Structures toward Targets?,". *The Journal of Finance*. LXIII (6): 3069-3096.
- Chen, J. J. 2004. Determinants of Capital Structure of Chinese-listed Company. *Journal of Business Research*, 57: 1341-1351.
- Darminto dan A. H. Manurung. 2008. Pengujian Teori Trade-Off dan Pecking Order dengan satu model dinamis pada perusahaan publik di Indonesia. *Jurnal Manajemen Bisnis* 1(1): 35-52.
- De Haas, R dan M. Peeters. 2004. The Dynamic Adjustment Towards Target Capital Structure of Firms In Transition Economies. Working Paper. July
- De Jong, A., R. Kabir dan T. T. Nguyen. 2007. Capital Structure around the World: The Roles of Firm-dan Country-Specific Determinants. *ERIM Report Series Research Management* 1-40.
- Drobtetz, W. dan G. Wanzenried. 2004. What Determines the Speed of Adjustment to the Target Capital Structure?. *Diskussionschriften*, Universitat Bern, Switzerland.
- Elliot, W. B, J. K. Kant dan R. S. Warr. 2008. Target Debt Ratios, Adverse Selection, dan Equity Mis-Pricing. *Working Paper*.
- Faulkender, M., M. J. Flannery., K.W. Hankins dan J. M. Smith. 2010. Transaction Costs dan Capital Structure. *Working Paper*. March.
- Faulkender, M., dan M. A. Petersen. 2006. Does the Source of Capital Affect Capital Structure?.. *The Review of Financial Studies* 19(1).
- Flannery, M. J. dan K. W. Hankins. 2007. A Theory of Capital Structure Adjustment Speed," *Working Paper*, University of Florida, United States.
- Flannery, M. J. dan K. P. Rangan. 2006. Partial Adjustment Toward Target Capital Structure. *Journal of Financial Economics* 79: 469-506.
- Frank, M. Z. dan V. K. Goyal. 2009. Profits dan Capital Structure. *Working Paper*, University of Minnesota. May.
- Fuady, M. 2014. Pengujian Trade-Off Theory: Apakah Perusahaan di Indonesia Melakukan Optimalisasi Hutang. *EBBANK* 5(2): 23-34.
- Gamba, A. dan A. Triantis. 2008. The Value of Financial Flexibility. *The Journal of Finance* LXIII (5): 2263-2296.
- Getzmann, A., S. Lang dan K. Spremann. 2010. Determinants of The Target Capital Structure dan Adjustment Speed-Evidence from Asian Capital Markets. *Working Paper*. February.
- Harris, M. dan A. Raviv. 1991. The Theory of Capital Structure. *The Journal of Finance* 46(1): 297-355.
- Hovakimian, A., G. Hovakimian dan H. Tehranian. 2004. Determinants of Target Capital Structure: The Case of Dual Debt dan Equity Issues. *Journal of Financial Economics* 71: 517-540.
- Huat, N. C. 2008. The Determinants of Capital Structure: Evidence from Selected ASEAN Countries. *Bachelor of Accountancy (Hons) The Northern University of Malaysia*.
- Jalilvand, A. dan R. S. Harris. 1984. Corporate Behavior in Adjusting to Capital Structure dan Dividend Targets: An Econometric Study. *The Journal of Finance* 39(1): 127-145.
- Ju, N., R. Parrino., A. M. Poteshman dan M. S. Weisbach. 2005. Horses dan Rabbits? Trade-Off Theory dan Optimal Capital Structure. *The Journal of Financial dan Quantitative Analysis* 40(2): 259-281.
- Karadeniz, E., S. Y. Kdanir., M. Balçilar dan Y. B. Onal. 2009. Determinants of Capital Structure: Evidence from Turkish Lod-

- ging Companies. *International Journal of Contemporary Hospitality Management* 21(5): 594-609.
- Kim, H., A. Heshmati dan D. Aoun. 2006. Dynamics of Capital Structure: The Case of Korean Listed Manufacturing Companies. *Working Paper*.
- Leary, M. T. dan M. R. Roberts. 2005. Do Firms Rebalance Their Capital Structure. *The Journal of Finance* LX (6): 2575-2619.
- Lemmon, M. L. 2008. Debt Capacity dan Tests of Capital Structure Theories. *Working Paper*. Cambridge Univ Press.
- Lemmon, M. L dan J. F. Zender. 2010. Debt Capacity dan Test of Capital Structure Theories. *Journal of Financial dan Quantitative Analysis* 45(5): 1161-1187.
- Loof, H. 2004. Dynamic Optimal Capital Structure dan Technical Change. *Structural Change dan Economic Dynamic* 15: 449-468.
- Mackay, P dan G. M. Phillips. 2005. How Does Industry Affect Firm Financial Structure?. *The Review of Financial Studies* 18(4).
- Mahakud, J. dan S. Mukherjee. 2011. Determinants of Adjustment Speed to Target Capital Structure: Evidence from Indian Manufacturing Firms. *Working Paper*.
- Michaelas, N., F. Chittenden dan P. Poutziouris. 1999. Financial Policy dan Capital Structure Choice in U.K. SMEs: Empirical Evidence from Company Panel Data. *Small Business Economics* 12: 113-130.
- Modigliani, F. dan M. H. Miller. 1963. Corporate Income Taxes dan The Cost of Capital: A Correction. *The American Economic Review* 53(3): 433-443.
- Modigliani, F. dan M. H. Miller. 1958. The Cost of Capital, Corporation Finance dan the Theory of Investment. *The American Economic Review* 48(3): 261-297.
- Myers, S. C. 1977. Determinants of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economics* (5): 187-221.
- Myers, S. C. 2001. Capital Structure. *The Journal of Economic Perspective* 15(2): 81-102.
- Myers, S. C. dan L. Shyam-Sunder. 1994. Testing Static Trade-Off Against Pecking Order Models of Capital Structure. *National Bureau of Economic Research, Working Paper*.
- Myers, S. C. dan N. S. Majluf. 1983. Corporate Financing dan Investment Decision When Firms Have Information That Investors Do Not Have. -----
- Nagano, M. 2003. Determinants of Corporate Capital Structure in East Asia: Are There Differences From The Industrialized Countries?. *Working Paper* WIF-04-002 Waseda University Institute of Finance.
- Nurrohm, H. 2008 Pengaruh Profitabilitas, Fixed Asset Ratio, Kontrol Kepemilikan dan Struktur Aktiva Terhadap Struktur Modal Pada Perusahaan Manufaktur di Indonesia. *Sinergi* 10(1): 11-18.
- Ooi, J. 1999. The Determinants of Capital Structure: Evidence on UK Property Companies. *Journal of Property Investment dan Finance* 17(5): 464-480.
- Ozkan, A. 2001. Determinants of Capital Structure dan Adjustment to Long Run Target: Evidence from UK Company Panel Data. *Journal of Business Finance dan Accounting* 28(1)dan(2).
- Rajan, R.G. dan L. Zingales. 1995. What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data. *The Journal of Finance* 50(5): 1421-1460.
- Reinhard, L. dan S. Li. 2010. "A Note on Capital Structure Target Adjustment-Indonesian Evidence,". *International Journal of Managerial Finance* 6(3): 245-259.
- Robichek, A. dan S. C. Myers. 1966. Problems in the Theory of Optimal Capital Structure. *The Journal of Financial dan Quantitative Analysis* 1(2): 1-35.
- Santi, F. 2003. Determinants of Indonesian Firms' Capital Structure: Panel Data Analyses. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia* 18(3): 243-260.

- Serrasqueiro, Z. M. S. dan M. C. R. Rogão. 2009. Capital Structure of Listed Portuguese Companies Determinants of Debt Adjustment. *Review of Accounting dan Finance* 8(1): 54-75.
- Taggart, R. A. 1977. A Model of Corporate Financing Decisions. *The Journal of Finance* 32: 1467-1484.
- Titman, S. dan R. Wessels. 1988. The Determinants of Capital Structure Choice. *The Journal of Finance* 43(1): 1-19.
- Tong, G. dan C. J. Green. 2005. Pecking Order or Trade-Off Hypothesis? Evidence on The Capital Structure of Chinese Companies. *Applied Economics* 37(19).
- Utami, S. R. 2012. Determinants of Capital Structure of Firms in the Manufacturing Sector of Firms in Indonesia. *Dissertation*. Maastricht School of Management, Netherlands.
- Wardhana, L. I. 2011. Kepemilikan Institusional dan Mekanisme Pengendalian Konflik Keagenan. *Tesis*. Program Pasca Sarjana Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Gadjah Mada.
- Widjaja, N. D. 2013. Determinan Struktur Modal pada Perusahaan Manufaktur di Indonesia. *Tesis*. Program Pasca Sarjana Fakultas Universitas Atma Jaya.